



Economy

2023년 6월 23일 | Global Asset Research

Global Macro Alert

BOJ의 인쇄심과 엔화(JPY)를 바라보는 자세

Compliance Notice

본 조서자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

어느 정도의 엔화 약세는 감당하려는 BOJ

BOJ가 시장 기대보다 완화적인 통화정책 스탠스를 유지하면서 엔화 약세 폭이 커지고 있다. 달러-엔 환율은 6월 하순부터 달러 당 141~142엔 대에 머물며 연초대비 -7.8% 절하됐다. BOJ는 6월 통화정책회의에서 기존의 완화적인 정책을 유지하고(단기금리 -0.1% 동결, YCC 정책 유지), 국채시장의 기능이 22년 12월 이후 개선됐으며 당장 YCC 정책으로 인한 부작용을 크게 염두에 두지 않아 향후 YCC 정책 조정 기대감을 약화시켰다. 엔화 약세에 대해서도 펀더멘털을 반영하여 안정적으로 움직이는 것이 중요하다는 정도의 원론적인 코멘트에 그쳐 주요 선진국 통화정책과의 차별화가 확대되며 달러-엔 환율 상승을 유도했다.

장기 성장 부진에서 벗어날 수 있는 기로에 서있는 일본. BOJ는 아직 기다리는 중

가파른 엔저 현상에 대한 경계감으로 외환당국의 개입이 주기적으로 전개되고 있어 추가적인 엔화 약세 폭은 제한적이겠지만, YCC 정책 조정이 예상보다 지연되면서 엔화 약세가 당분간 이어질 소지가 있다. 하지만 일본의 경기 펀더멘털 개선과 물가 상승을 감안하면 엔화는 연말로 갈수록 강세 전환할 가능성이 높다고 판단한다. BOJ는 경제와 물가에 대해 비교적 긍정적으로 평가하고 있는데, 펄트업 수요 가시화, 소득과 소비의 선순환적 매커니즘 확대로 일본 경제가 잠재성장률을 상회하는 성장세를 보일 것으로 예상했고, 물가도 수입물가 전가로 인한 영향이 줄어들며 오름폭이 축소된 이후에는 경기 회복과 중장기 기대인플레이션 상승, 임금 상승 등으로 완만한 오름세를 보일 것으로 기대했다. 결국 빠르게 통화정책을 정상화했을 때 물가 목표(2%)를 달성하지 못하고 다시 저물가 국면에 접어들 가능성을 우려해 인플레이션 오버슈팅(4월 CPI 3.5%)을 일부 용인하려는 의도로 판단한다.

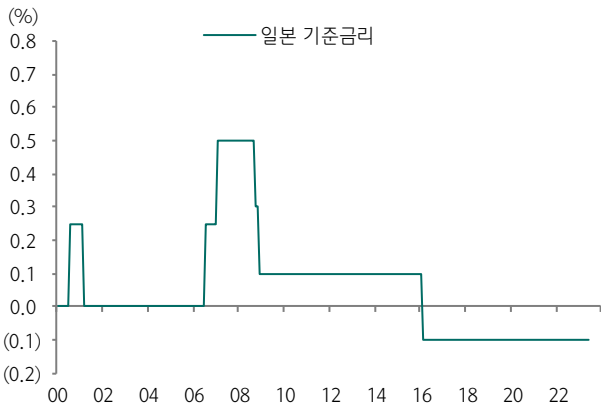
고용 관행 변화와 임금 상승 감안 시 통화정책 정상화가 엔화 강세 유도할 전망

일본 경제는 여타 선진국 대비 견조한 회복세를 보이고 있다. 관광객 입국이 재개된 이후 서비스업 경기가 지속적으로 개선되고 있으며 기업이익 기대감도 반등했다. 고용 관행도 변화하고 있는 것으로 보인다. 일본은 근로자 평균 근속연수가 12.3년으로 노동이동성이 낮는데, 최근 들어 일손 부족, 전문인력의 필요성 증가 등으로 경력직 채용비율이 확대되면서 정규직 근로자들도 이직 유인이 늘어나고 있다. 일본 특유의 고용 관행이 단기간 내에 빠르게 변화되기는 어렵겠지만, 노동시장 내 이동이 활성화되면 임금이 상승하며 물가 압력으로 이어질 수 있다. 올해 춘계 노사협상에서 주요 기업들의 임금 인상률은 3.67%로 지난 1993년 이후 최고치를 기록했다. 아베노믹스 당시에는 경제 회복과 기업의 수익성 개선에도 불구하고 임금 인상이 여기에 미치지 못했던 부분이 물가 상승에 한계점으로 작용했으나, 현재는 장기 부진에서 벗어날 수 있는 기로에 서있으며, 물가의 선순환 전개 시 BOJ의 통화정책도 정상화되며 연말까지 엔화 강세를 유도할 것으로 전망한다.



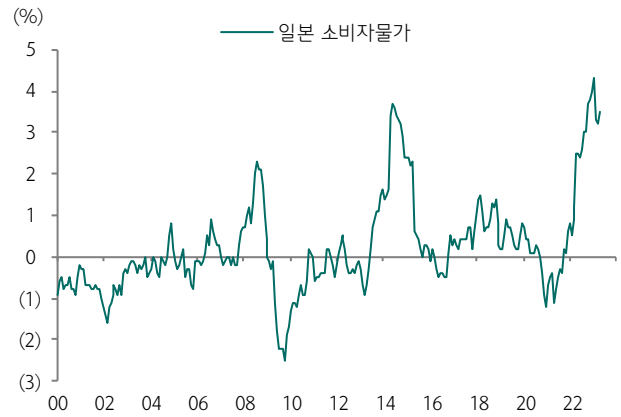
Economist 권규연 kychun@hanafn.com

도표 1. 일본 기준금리는 -0.1%로 동결 기조 지속



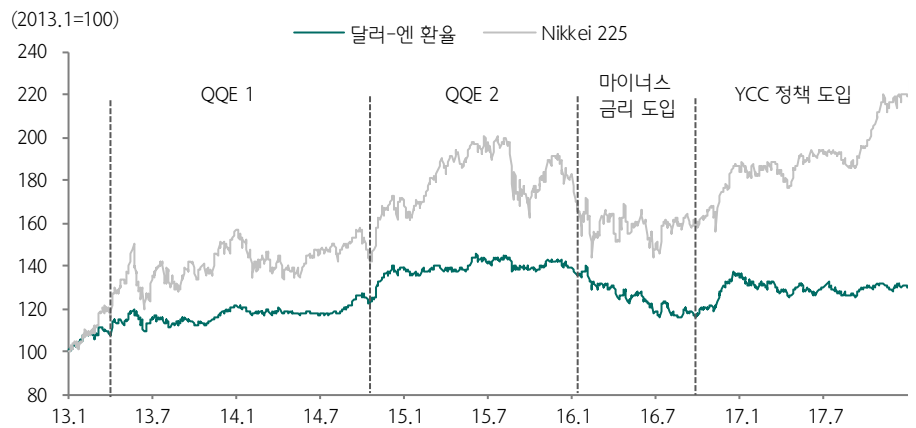
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 2. 일본 소비자물가는 4월 전년비 3.5%로 높은 수준



자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 3. 아베노믹스 당시 BOJ 통화정책과 주가, 환율 변동 추이



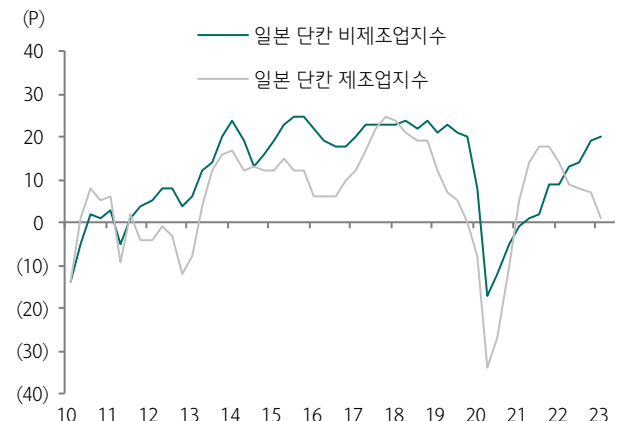
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 4. 일본 기업이익의 기대가 반등하는 모습



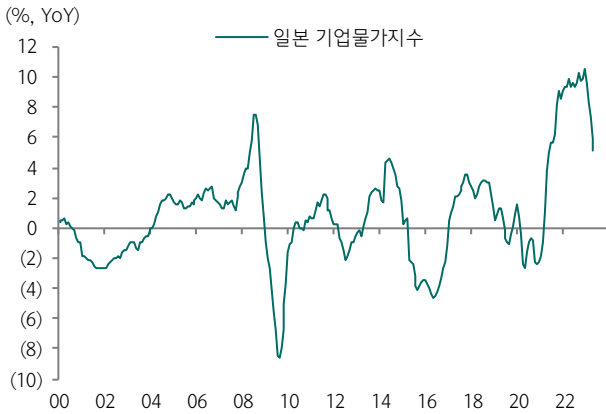
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 5. 일본 서비스업 경기는 여전히 회복되는 중



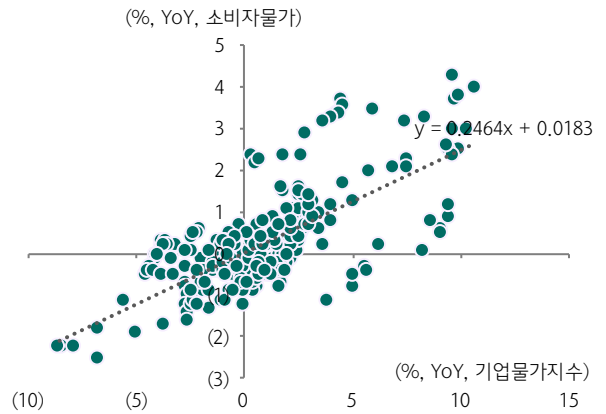
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 6. 일본 기업물가지수는 둔화되고 있으나 과거보다 높은 수준



자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 7. 기업 생산 단가가 오르며 소비자물가로 전가될 소지



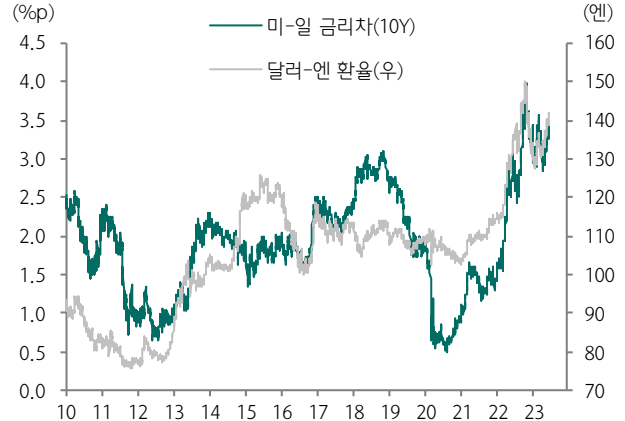
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 8. 실질실효환율 상 엔화는 과도한 저평가 국면에 위치



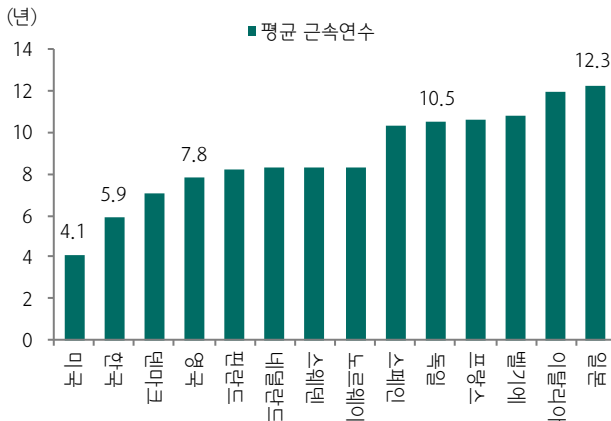
자료: CEIC, 하나증권

도표 9. 미-일 금리차와 달러-엔 환율 추이



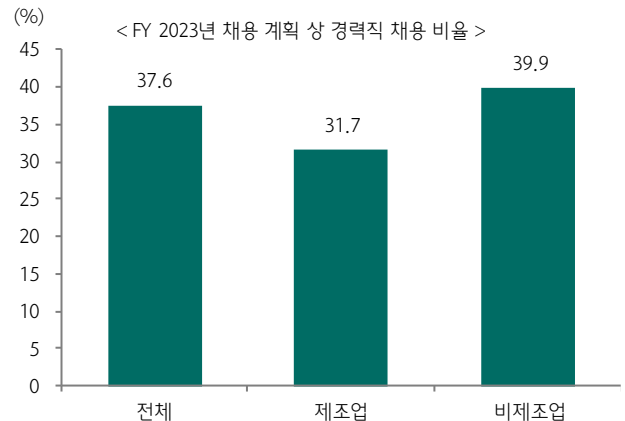
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 10. 일본은 평균 근속연수가 12.3년으로 상당히 높음



자료: BOK, OECD, 하나증권

도표 11. 2023년 일본 기업의 경력직 채용 계획은 역대 최고 수준



자료: Nikkei, 하나증권

다음주 주요 이벤트 및 관전 포인트

| 이벤트 | 날짜 | 시간 | 중요도 | 관전 포인트 |
|----------------------|---------|-------|-----|---|
| BOJ 6월 통화정책회의 요약본 | 6/26 | 08:50 | ★★★ | 현재 물가에 대한 판단 및 YCC 정책 조정 관련 코멘트 확인 |
| ECB 연례 신트라 포럼 | 6/28 | 22:30 | ★★★ | 파월 미 연준의장, 라가르드 ECB, 우에다 BOJ 총재 등 연설 주목 |
| 미국 보스틱 애틀랜타 연은 총재 연설 | 6/29 | 19:00 | ★★ | 경기 둔화를 피하기 위해 연내 금리 동결 주장. 올해 투표권 없음 |
| EU 정상회담 | 6/29-30 | -- | ★★★ | 유로존 경기 판단 및 EU-대중 관계 관련 코멘트 확인 |

주: 날짜와 시간은 한국기준

자료: 하나증권

다음주 발표될 주요 경제지표

| 지표 | 날짜 | 시간 | 기준 | 중요도 | 예상치 | 이전치 |
|---------------------------------|------|-------|---------|-----|---------|-------------|
| 일본 4월 선행지수/동행지수 F | | 14:00 | 기준=100 | ★★ | --/-- | 97.6/99.4 |
| 미국 5월 내구재 주문 P | | 21:30 | %, MoM | ★★ | -1.2 | 1.1 |
| 미국 5월 자본재 주문 비방위산업 (항공기 제외) P | | 21:30 | %, MoM | ★★★ | -- | 1.3 |
| 미국 4월 FHFA 주택가격지수 | 6/27 | 22:00 | %, MoM | ★★ | -- | 0.6 |
| 미국 4월 S&P 코어로직 CS 20개 도시 주택가격지수 | | 22:00 | %, MoM | ★★ | -- | 0.45 |
| 미국 5월 신규주택매매 | | 23:00 | %, MoM | ★★ | -3.8 | 4.1 |
| 미국 6월 컴퓨터소프트웨어 소비자지수 | | 23:00 | 기준=100 | ★★★ | 104.0 | 102.3 |
| 한국 6월 소비자심리지수 | 6/28 | 06:00 | 기준=100 | ★★ | -- | 98 |
| 미국 5월 도매 재고 P | | 21:30 | %, MoM | ★★ | -- | -0.1 |
| 한국 6월 BSI 제조업지수 | | 06:00 | 기준=100 | ★★ | -- | 73 |
| 일본 5월 소매판매 | | 08:50 | %, YoY | ★★ | -- | 5.1 |
| 유로존 6월 소비자지수 F | 6/29 | 18:00 | 기준=0 | ★★ | -- | -17.4 |
| 미국 1분기 GDP T | | 21:30 | %, SAAR | ★★ | 1.4 | 1.3 |
| 미국 5월 미결주택매매 | | 23:00 | %, MoM | ★★ | -1.0 | 0.0 |
| 한국 5월 소매판매 | | 08:00 | %, YoY | ★★ | -- | 4.0 |
| 한국 5월 광공업생산 | | 08:00 | %, YoY | ★★ | -- | -8.9 |
| 일본 5월 실업률 | | 08:30 | % | ★★ | -- | 2.6 |
| 일본 5월 광공업생산 P | | 08:50 | %, YoY | ★★ | -- | -0.7 |
| 중국 6월 국가통계국 제조업 PMI | | 10:30 | 기준=50 | ★★★ | -- | 48.8 |
| 중국 6월 국가통계국 비제조업 PMI | | 10:30 | 기준=50 | ★★ | -- | 54.5 |
| 일본 5월 주택착공건수 | 6/30 | 14:00 | %, YoY | ★★ | -- | -11.9 |
| 유로존 6월 소비자물가/근원 소비자물가 | | 18:00 | %, YoY | ★★★ | --/-- | 6.1/5.3 |
| 유로존 5월 실업률 | | 18:00 | %, MoM | ★★ | -- | 6.5 |
| 미국 5월 개인소득/개인소비 | | 21:30 | %, MoM | ★★★ | 0.4/0.2 | 0.4/0.8 |
| 미국 5월 PCE 디플레이터/근원 PCE 디플레이터 | | 21:30 | %, YoY | ★★★ | --/4.7 | 4.4/4.7 |
| 미국 6월 미시간대 소비자지수 F | | 23:00 | 기준=100 | ★★★ | -- | 63.9 |
| 한국 6월 수출/입 | 7/1 | 09:00 | %, YoY | ★★★ | --/-- | -15.2/-14.0 |

주: 1) 국내 지표는 당사 전망치, 날짜와 시간은 한국 기준, 2) P(속보치), A(잠정치), F(확정치)

자료: Bloomberg, 하나증권